

Semana Económica

¿La política económica cambia de prioridades? Dólar, tasas y actividad

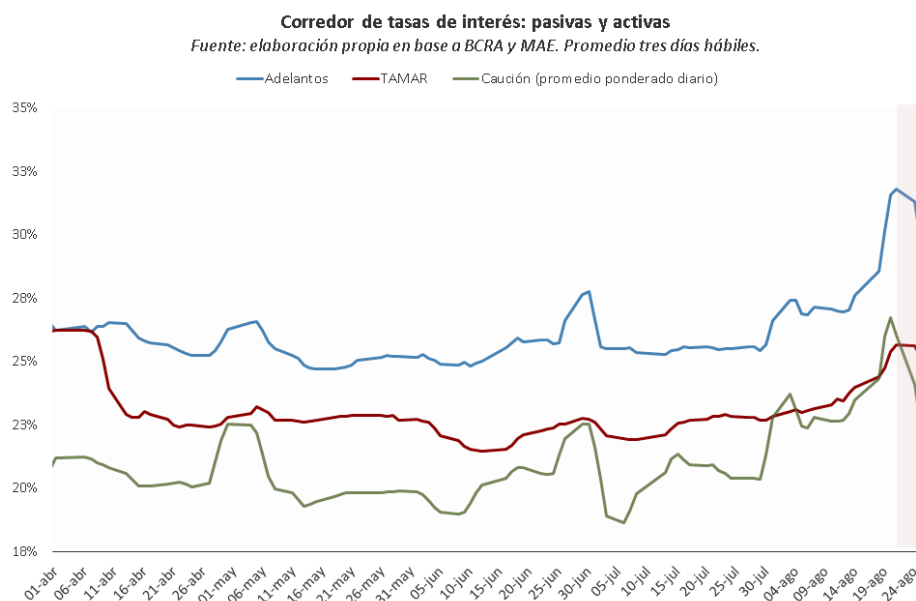
- ✓ La compra de dólares del Banco Central se desaceleró, pasando de USD 100 millones diarios en julio a USD 30 millones en agosto. En contrapartida, la emisión de pesos por esta vía se redujo de 3,2 billones a menos de 1 billón. La menor expansión de la base monetaria trajo aparejada una mayor escasez relativa de liquidez, impulsando hacia arriba las tasas en la primera parte del mes.
- ✓ En este escenario, el pasado 19 de agosto, el Ministerio de Economía le canjeó 1,4 billones de pesos de LECAP al Banco Central. Para concertar la operación, la autoridad monetaria le depositó los pesos al Tesoro en alguna de sus cuentas del sistema bancario. De esta manera, incrementó la liquidez y ayudó a bajar la tasa de caución, que pasó de la zona de 28% en la tercera semana de agosto a la de 22%. Por su parte, los adelantos de cuenta corriente, giros en descubierto de las empresas, pasaron de 33% a 28%. En esta economía de ventas estancadas, una suba de tasas posiblemente habría implicado una caída del crédito.
- ✓ Esto refleja un ajuste en las prioridades del equipo económico: el esquema monetario intenta hacer equilibrio entre un mercado cambiario que se moderó como fuente de expansión de la oferta de pesos, y por tanto impulsaba el costo de financiamiento hacia arriba, y un mercado interno que no se reactiva, y por tanto reduce la demanda de financiamiento.
- ✓ En este marco se insertan las medidas vinculadas al mercado de crédito: la flexibilización del financiamiento en dólares para no exportadores y el anuncio de que el Fondo de Garantía de Sustentabilidad destinará 2 billones de pesos para ampliar la oferta de préstamos hipotecarios son medidas que buscan incrementar la liquidez y reactivar la demanda interna.
- ✓ A nivel macro, los préstamos en dólares tienen dos efectos inmediatos: aumentan la oferta de divisas, ya que deben liquidarse en el mercado cambiario, e incrementan la liquidez en pesos. Ahora bien, si son tan “buenos”, ¿por qué no se flexibilizaron antes? Porque hay varios riesgos, el principal asociado al descalce de monedas. En este sentido, es importante notar que la región está yendo en la dirección contraria: Brasil, Colombia, Perú, Paraguay y Uruguay vienen tomando distintas medidas para desalentar los préstamos en moneda extranjera entre residentes. El capital prestable en dólares de los bancos se encuentra en mínimos desde 2024, a la vez que la demanda de empresas que venden al mercado interno por este financiamiento parece acotada.
- ✓ La segunda medida tiene como objetivo dar liquidez al mercado: permitir que los bancos amplíen su oferta de créditos hipotecarios mediante la intervención estatal puede ser una política en la dirección correcta. En este sentido, vale destacar que varios países de la región tienen fondos públicos de largo plazo para incentivar este tipo de créditos. Sin embargo, 2 billones de pesos (0,2% del PBI) parece un monto acotado: para que la medida tenga impacto significativo sobre la economía real será necesario un programa más relevante.

¿La política económica cambia de prioridades? Dólar, tasas y actividad

La compra de dólares del Banco Central pasó de USD 100 millones en el promedio diario de julio a USD 30 millones en agosto. En contrapartida, la expansión de la base monetaria por esta vía -principal factor explicativo de su incremento en 2026- se redujo de 3,2 billones de pesos en julio a menos de 1 billón de pesos en agosto.

El menor ritmo de aumento de la oferta de pesos incrementó la tasa de interés, ya que los pesos se volvieron más escasos. En este sentido, la tasa de caución trepó de 20,5% nominal anual en el promedio de julio a 28% el 20 de agosto, impulsando al costo de los adelantos de cuenta corriente -giros en efectivo de las empresas- que pasó de la zona del 25% al 33% en el mismo período. En un contexto de demanda interna estancada, la suba del costo de financiamiento, casi inevitablemente, traería consigo una caída del crédito, golpeando el nivel de actividad.

Ahora bien, como se puede ver en el gráfico de abajo (sombreado rojo), la tasa de caución se relajó en la última semana, ubicándose en torno de 22%. La reacción de los adelantos fue algo menos enfática, pero también se verificó una baja, y pasaron a orbitar alrededor de 28%. ¿Qué pasó en el camino?



El 19 de agosto -día del pico de tasas y donde empieza el sombreado del gráfico-, [el Tesoro Nacional le canjeó 1,4 billones de pesos en LECAPs al Banco Central](#). De esta manera, el Palacio de Hacienda se hizo de liquidez, que, presumiblemente, habría dejado en el Banco Nación: sin datos desagregados por jurisdicción (Administración Central, Provincias y Municipios), sabemos que los depósitos del Sector Público en el sistema financiero aumentaron 2,3 billones de pesos el mencionado 19 de agosto, alcanzando un máximo del año.

Desde ese día, el Banco Nación estuvo más activo en el mercado monetario, ofreciendo caución a tasas más bajas que el resto del mercado. Como resultado, se relajó el costo de financiamiento. **Así, podemos entrever cómo la política económica está cambiando sus prioridades: la estabilidad cambiaria dejó de ser “el único objetivo” del equipo económico, empezando a ser también la búsqueda por**

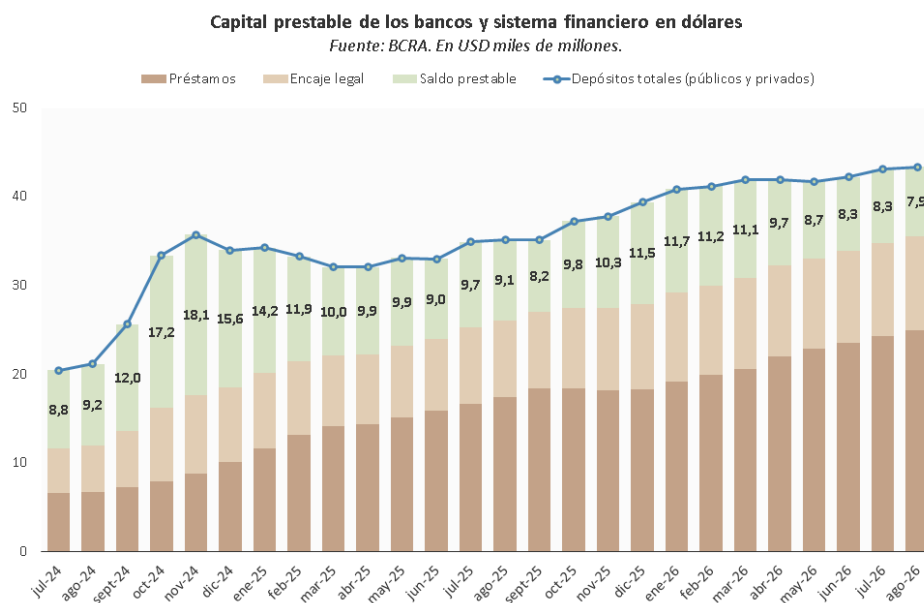
reactivar la demanda interna, efecto esperado de una eventual baja de tasas (o, en este caso, de evitar que suban).

En este marco se insertan también las dos medidas recientes vinculadas con el mercado de crédito: la flexibilización del financiamiento en dólares para no exportadores y el anuncio de que el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de la ANSES destinará 2 billones de pesos para ampliar la oferta de préstamos hipotecarios.

A nivel macro, los préstamos en dólares tienen dos impactos inmediatos: por un lado, aumentan la oferta de divisas, ya que deben liquidarse en el mercado cambiario, y por el otro, incrementan la liquidez en pesos ya que las empresas -este tipo de créditos no es usual entre personas humanas- aumentan sus tenencias de efectivo.

Ahora bien, si son tan “buenos”, ¿por qué no se flexibilizaron antes? Porque hay algunos riesgos, el principal asociado al descalce de moneda: si una firma se endeuda en una moneda distinta de aquella en la que tiene ingresos, una depreciación de la moneda de ésta aumenta el peso de sus pasivos y deteriora su situación financiera. Si bien hay mecanismos de cobertura que permiten reducir las consecuencias negativas -compras de futuros, por caso-, los riesgos no desaparecen.

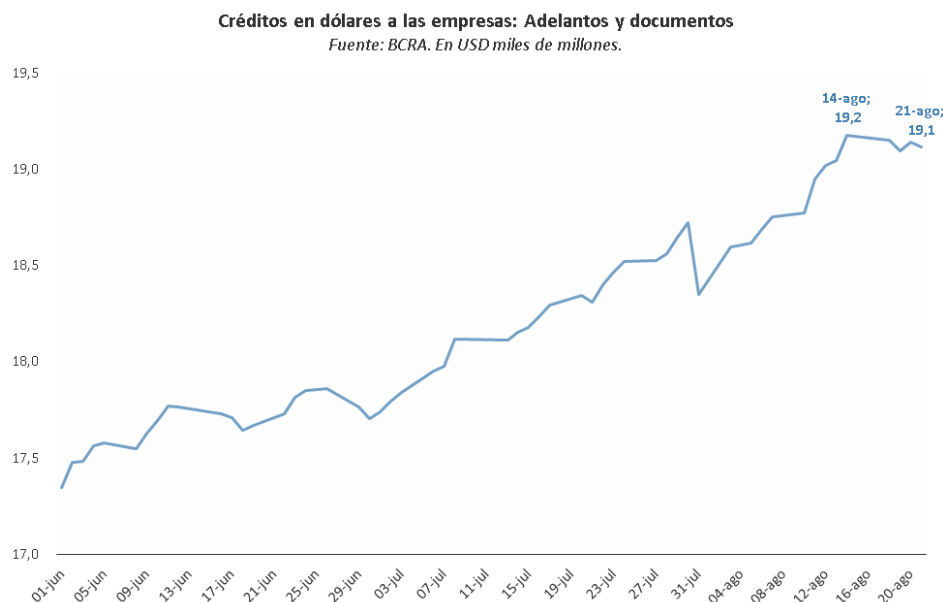
En este sentido, es importante notar que **la región está yendo en la dirección contraria**: al revés de impulsar el crédito en moneda extranjera, Brasil, Colombia, Perú, Paraguay y Uruguay tomaron distintas medidas para desalentarlo. Por caso, en la economía más grande de Sudamérica, los residentes no pueden financiar a otros residentes en moneda extranjera: dicho más fácil, los bancos locales solo pueden prestar en reales. En la misma dirección, en Colombia, solo los “intermediarios del mercado cambiario” pueden prestar en dólares. Por su parte, tanto Perú como Uruguay anunciaron metas de desdolarización del mercado de crédito en los últimos años (2013 y 2024, respectivamente). Por último, Paraguay aplicó encajes diferenciales entre monedas, en pos de abaratar los préstamos en guaraníes respecto de los préstamos en dólares.



La decisión de tomar una medida que puede ampliar la oferta de dólares en un contexto donde ésta se viene moderando, parece más explicada por las necesidades de la coyuntura -menor disponibilidad en el mercado cambiario y demanda interna estancada- que por una visión de mediano plazo.

Dicho esto, vale notar que el capital prestable en moneda extranjera de los bancos es el menor desde que se implementó el blanqueo de 2024. Por lo tanto, el potencial de la medida -para bien o para mal- pareciera ser acotado: sus márgenes para “reactivar la actividad”, más allá del interés y la demanda que puedan suscitar, son estrechos, pero también lo son los riesgos que esta disposición podría generar.

En esta clave, y como dato curioso, los préstamos en dólares a las empresas (adelantos y documentos) cayeron 0,3% entre el 14 y el 21 de agosto, es decir, entre el día posterior al anuncio del Ministerio de Economía y el último dato publicado. Si bien son pocos números y no se puede establecer una tendencia, es llamativo que los créditos en dólares retrocedieron desde el cambio de normativa en lugar de avanzar: es probable que la menor oferta de divisas, que antecede a la medida, esté desalentando a las firmas a tomar pasivos en dólares, y esto explique la reversión de la curva.



La segunda medida también tiene como objetivo reactivar la demanda privada y dar liquidez al mercado: permitir que los bancos amplíen su oferta de créditos hipotecarios mediante la intervención estatal puede ser una política en la dirección correcta. En este sentido, vale destacar que varios países de la región tienen fondos públicos de largo plazo para incentivar este tipo de créditos. No obstante, el monto inicial (2 billones de pesos: 0,2% del PBI) es acotado: para que la medida tenga un mayor impacto sobre la economía real será necesario incrementar su magnitud.

En síntesis, el equipo económico ajustó su estrategia en las últimas semanas: la desaceleración de la compra de dólares tuvo su correlato en la emisión de pesos, llevando las tasas hacia arriba. En pos de atenuar el impacto real de este movimiento, el Gobierno proveyó liquidez al mercado, y la tasa de caución volvió a los niveles de principios de mes. La flexibilización del crédito en dólares y la ampliación de la oferta de créditos hipotecarios van en la misma senda: incrementar la liquidez del mercado -con más riesgos en el primero que en el segundo caso-, para reactivar la demanda interna. ¿Se logrará avanzar en la dirección buscada? Las magnitudes, a priori, parecen acotadas.

Principales variables

Variable	Unidad	Frecuencia	Último dato	Dato	Var. i.a. % o Diferencia
Actividad					
PBI precios constantes	%	s.e. y v%a	I-26	0,7%	2,3%
EMAE	%	s.e. y v%a	jun-26	0,8%	2,7%
Salarios privados registrados					
Salarios nominales INDEC	%	s.e. y v%a	jun-26	1,9%	29,6%
Salarios reales INDEC	%	s.e. y v%a	jun-26	0,1%	-3,0%
Fiscal					
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jul-26	8,2%	-0,8 p.p.
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jul-26	-7,3%	0,6 p.p.
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jul-26	0,9%	-0,2 p.p.
Intereses	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jul-26	-0,7%	0,0 p.p.
Resultado financiero	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jul-26	0,1%	-0,2 p.p.
Precios					
IPC Nivel General, Nacional	%	v%a y v%a	jul-26	2,1%	33,8%
IPC Núcleo, Nacional	%	v%a y v%a	jul-26	1,8%	32,2%
Comercio exterior					
Exportaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	jul-26	8.854	97.974
Importaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	jul-26	6.739	74.243
Balanza comercial (INDEC)	USD M	Mes y 12m	jul-26	2.115	23.731
Balance cambiario					
Bienes (BCRA)	USD M	Mes y 12m	jun-26	3.018	28.018
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	Mes y 12m	jun-26	-2.161	-25.103
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	Mes y 12m	jun-26	-3.181	-1.001
Tipo de cambio					
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	Diario	27-ago-26	1.512,7	
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	Diario	26-ago-26	1,2	
CCL	ARS/USD	Diario	27-ago-26	1.602,0	
CCL real multilateral	Dic 01=1	Diario	27-ago-26	1,3	
Reservas					
Reservas brutas	USD M	Diario	27-ago-26	50.342	
Compra neta de divisas semanal	USD M	Diario	27-ago-26	174	
Títulos públicos					
AL30	USD	Diario	27-ago-26	58,1	
GD30	USD	Diario	27-ago-26	60,7	
Riesgo País	USD	Diario	25-ago-26	515	
Monetario					
LECAP más corta	% TEM	Diario	27-ago-26	2,2%	
TAMAR Bancos privados	% TNA	Diario	27-ago-26	25,2%	
Internacional					
Real Brasil	BRL/USD	Diario	27-ago-26	5,2	-5,2%
Yuan China	CNH/USD	Diario	27-ago-26	6,7	-6,3%
Soja (tn.)	USD	Diario	27-ago-26	464,8	17,8%
WTI (Petróleo)	USD	Diario	27-ago-26	83,7	34,7%

El presente informe no podrá interpretarse o considerarse como un asesoramiento profesional para la realización de operaciones financieras. El Banco de la Provincia de Buenos Aires, sus directores, agentes o empleados no serán responsables por cualquier pérdida o daño, ya sea personal o patrimonial, que pudieran derivarse directa o indirectamente del uso y aplicación del contenido del presente informe. Para su reproducción total o parcial, agradecemos citar la fuente.